BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Octobre 2015

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2015

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2015

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn Wilkins, Timothy Lane, Agathe Côté, Lawrence Schembri et Lynn Patterson.

« Le secteur des ressources continue de s'ajuster aux cours plus bas et [...] ces ajustements complexes prendront beaucoup de temps. [Le] régime de ciblage de l'inflation [de la Banque] contribuera à faciliter ces ajustements. Le Canada a déjà vécu ce scénario — nous avons bien géré la situation dans le passé, et je suis convaincu que nous continuerons à faire de même dans l'avenir. »

— Stephen S. Poloz

Gouverneur, Banque du Canada
Calgary (Alberta)
21 septembre 2015

Table des matières

L'économie mondiale 1
- Les États-Unis 3
- La Chine 5
- Les autres économies émergentes 7
- Les conditions financières 8
- Les cours du pétrole 10
- Les prix des produits de base non énergétiques 12
- Résumé 13

L'économie canadienne 15
- L'inflation 16
- L'évolution récente 19
- Les pressions sur la capacité de production 21
- Les perspectives économiques 23
  - Encadré 1 : La capacité de production et la réaffectation structurelle 24
- La production potentielle 26
- Les conditions financières 26
- Les exportations 27
- Les investissements des entreprises 29
- Les dépenses des ménages 31
- Les perspectives d'inflation 32

Les risques entourant les perspectives d'inflation 37

L'économie mondiale

L'économie mondiale continue d'afficher une croissance modeste, étant aux prises avec d'importantes transformations. L'économie américaine connaît une expansion solide et dans les autres économies avancées, la reprise progresse graduellement. Parallèlement, les perspectives d'expansion se sont affaiblies dans certaines économies émergentes — principal moteur de la croissance mondiale au cours des dernières années. Même si l'on s'attend encore à ce que la croissance se redresse à l'échelle du globe, son profil d'évolution est plus bas qu'anticipé dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire* (**Tableau 1** et **Graphique 1**).

Le recul des prix du pétrole et d'autres produits de base a modifié les termes de l'échange des régions importatrices et exportatrices de matières premières (**Graphique 2**). Les taux de change ont réagi à cette situation et devraient aider à faciliter les ajustements économiques mondiaux et à rééquilibrer la progression de la demande. La tenue de l'économie mondiale devrait néanmoins rester inégale, en raison du processus d'adaptation des économies et des changemets dans la composition de l'activité économique qui s'opèrent à l'intérieur des régions et entre celles-ci.

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2014	2015	2016	2017
États-Unis	16	2,4 (2,4)	2,5 (2,3)	2,6 (2,8)	2,5 (2,6)
Zone euro	12	0,9 (0,9)	1,5 (1,2)	1,5 (1,3)	1,5 (1,4)
Japon	4	-0,1 (-0,1)	0,6 (0,8)	0,8 (1,2)	0,7 (1,2)
Chine	17	7,3 (7,4)	6,8 (6,8)	6,3 (6,6)	6,2 (6,4)
Pays émergents importateurs de pétrole[c]	33	3,7 (3,8)	3,2 (3,6)	3,8 (4,1)	4,2 (4,4)
Autres pays[d]	18	2,9 (2,9)	1,3 (1,8)	2,7 (3,2)	3,2 (3,2)
Ensemble du monde	100	3,4 (3,5)	3,0 (3,2)	3,4 (3,7)	3,6 (3,7)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2014 publiées en octobre 2015 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2015 du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada, mais la croissance du PIB pour l'ensemble du monde a été recalculée au moyen des nouvelles pondérations, afin de concorder avec la part actualisée de chaque pays ou groupe de pays.

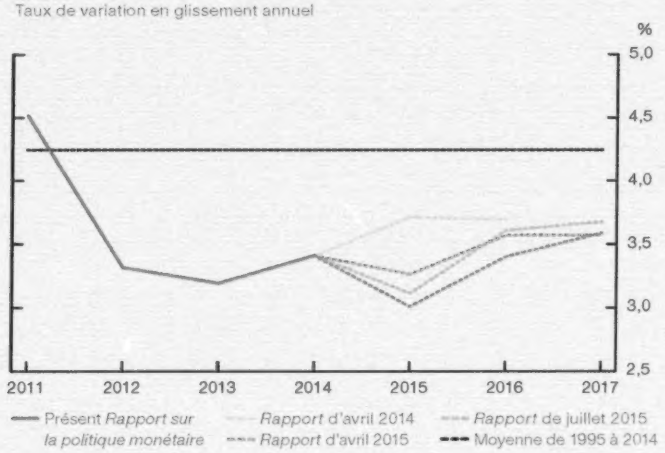
c. Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il a été formé en retirant du groupe « Autres pays » présenté dans le *Rapport* d'avril les pays émergents importateurs de pétrole. Il comprend les grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen Orient et d'Afrique, comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud, ainsi que les pays nouvellement industrialisés comme la Corée du Sud.

d. Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions : États-Unis, zone euro, Japon, Chine ainsi que les pays émergents importateurs de pétrole, à l'exception de la Chine. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigeria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

Graphique 1 : Les perspectives de croissance à court terme de l'économie mondiale ont été revues à la baisse

Taux de variation en glissement annuel

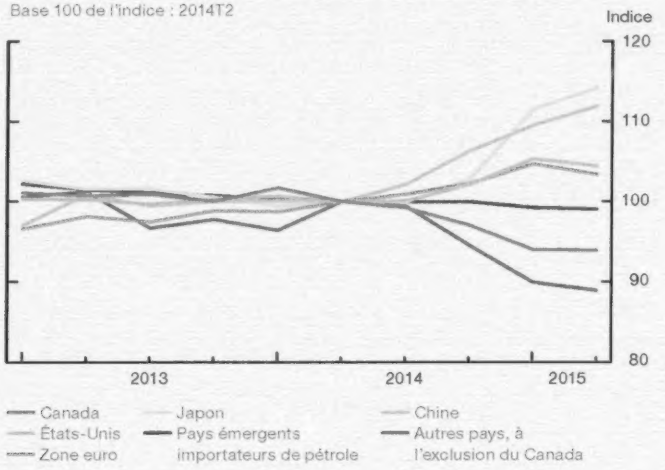


Nota : Les données utilisées jusqu'à 2014 sont les données observées. Les projections sont celles publiées dans le *Rapport* correspondant.

Source : calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 2 : En raison du recul des prix des produits de base, les mouvements des termes de l'échange divergent d'une région à l'autre

Base 100 de l'indice : 2014T2



Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015T2

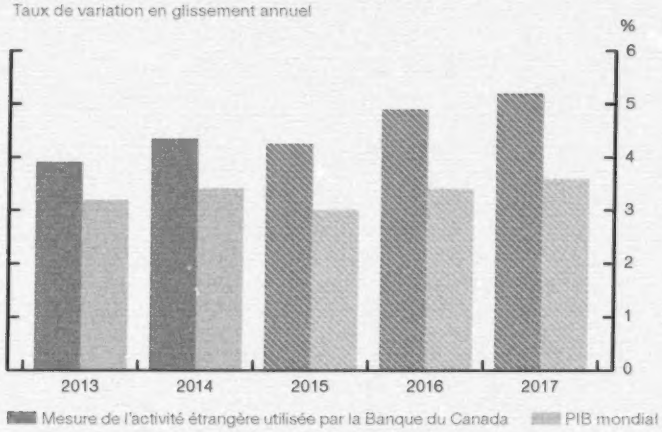
Alors que les marchés financiers réévaluent les perspectives de croissance de l'économie mondiale, et sur fond d'incertitude quant au moment et au rythme de la normalisation de la politique monétaire américaine, les prix de certaines catégories d'actifs ont été révisés et les mesures de la volatilité des marchés, rehaussées. Malgré cette détérioration récente du climat sur les marchés et le resserrement des conditions financières dans bon nombre d'économies émergentes, les conditions financières des économies avancées demeurent largement expansionnistes.

Après une année de faible activité en 2015, la croissance de l'économie mondiale devrait se raffermir en 2016-2017 (**Tableau 1**). L'assouplissement des politiques monétaires de plusieurs banques centrales, conjugué aux effets positifs des bas prix du pétrole, favorise ce redressement de la croissance. Toutefois, la faiblesse persistante des investissements des entreprises à l'échelle mondiale et la lenteur des progrès réalisés dans la mise en œuvre des réformes structurelles dans de nombreuses économies modèrent la croissance de la production potentielle.

Dans ces circonstances, la progression robuste de la demande intérieure privée aux États-Unis — le principal partenaire commercial du Canada — est à l'origine d'un accroissement de la demande étrangère d'exportations canadiennes (**Graphique 3**).

Graphique 3 : **La demande d'exportations canadiennes devrait se raffermir malgré une croissance mondiale modeste**

Taux de variation en glissement annuel



Source : calculs et projections de la Banque du Canada

La croissance de la demande intérieure privée aux États-Unis est forte

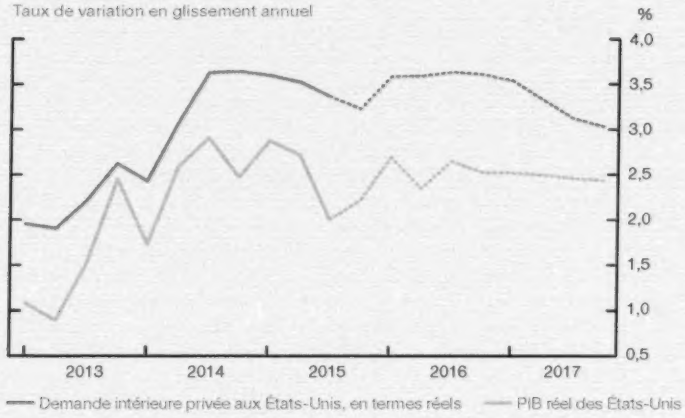
Le rythme de croissance de l'économie américaine devrait être solide, étant alimenté par une progression vigoureuse de la demande intérieure privée (**Graphique 4**). Les indicateurs du marché du logement ont atteint des sommets inégales en cette période d'après-récession et les ventes de véhicules automobiles avoisinent des niveaux records (**Graphique 5**).

Le marché du travail a aussi continué à s'améliorer aux États-Unis. Les gains enregistrés au chapitre de l'emploi se sont situés en moyenne à près de 200 000 par mois jusqu'à présent en 2015, et le taux de chômage a baissé. Un renforcement du marché du travail (en particulier pour ce qui est des jeunes), un assouplissement des conditions du crédit hypothécaire et les bas taux d'intérêt devraient stimuler la formation des ménages et la construction résidentielle. La vive demande des ménages et les taux d'emprunt peu élevés devraient favoriser une croissance solide des investissements des entreprises au cours des deux prochaines années.

Les effets négatifs de la faiblesse des prix du pétrole sur les investissements dans le secteur pétrolier aux États-Unis se sont matérialisés rapidement et ont été un peu plus importants que prévu. Les investissements dans les

Graphique 4 : La forte demande intérieure privée stimule la croissance du PIB américain

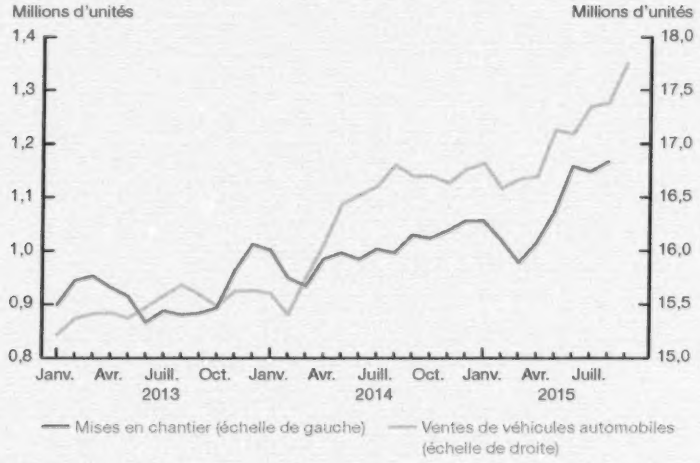
Taux de variation en glissement annuel



Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et projections de la Banque du Canada

Graphique 5 : Les indicateurs des dépenses des ménages américains ont nettement augmenté

Moyenne mobile sur trois mois, données mensuelles



Sources : Bureau du recensement des États-Unis et Bureau d'analyse économique des États-Unis

Dernières observations : août 2015 (mises en chantier) et septembre 2015 (ventes de véhicules automobiles)

installations pétrolières ont diminué de 35 % au premier semestre de 2015 et la baisse récente additionnelle des prix du pétrole devrait donner lieu à une diminution supplémentaire des investissements liés au secteur pétrolier à court terme. Parallèlement, les données sur les ventes au détail laissent entrevoir que les effets positifs anticipés du recul des prix du pétrole ont commencé à se manifester. Les effets positifs nets de ce recul sur la croissance du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis vont vraisemblablement augmenter en 2016.

La Réserve fédérale a indiqué qu'elle amorcerait probablement le processus graduel de normalisation de la politique monétaire sous réserve d'une nouvelle amélioration sur le marché du travail et d'une hausse de l'inflation. Dans ce contexte, la dégradation des perspectives de croissance en Chine

et dans les autres économies émergentes ont contribué à une appréciation du dollar américain. Les ajustements de taux de change devraient, à leur tour, faciliter un certain rééquilibrage de la croissance mondiale, en donnant lieu à une modération des exportations nettes et de la croissance aux États-Unis ainsi qu'à un renforcement de celles-ci dans les autres économies.

En ce qui concerne la zone euro et le Japon, l'assouplissement en cours de leur politique monétaire, la dépréciation passée de leur monnaie et les bas prix du pétrole favorisent une croissance modeste de l'activité économique. Si les autorités européennes ont réalisé certaines avancées au chapitre des réformes visant à remédier aux faiblesses structurelles et aux vulnérabilités financières, les progrès accomplis au Japon ont été plus limités, ce qui donne à penser que la croissance attendue de la production potentielle et de la production observée sera moindre que prévu précédemment.

Dans un contexte de persistance de capacités excédentaires et de faiblesse des prix des produits de base, l'inflation demeure modérée dans l'ensemble des économies avancées et, dans de nombreux cas, s'est située bien en deçà des cibles nationales pendant une longue période (**Graphique 6**).

Graphique 6 : L'inflation s'est maintenue de façon durable au-dessous des cibles dans de nombreuses économies avancées

Écart par rapport à la cible d'inflation

Nota : L'écart global par rapport aux cibles d'inflation pour les économies avancées est fondé sur la part de chaque pays dans le PIB mondial. Celle-ci est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB d'un nombre sélectif de pays mesurés en parité des pouvoirs d'achat et représentant 40 % du PIB mondial. Les cibles d'inflation sont établies en fonction des cibles de 2014.

Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics, FMI et calculs de la Banque du Canada

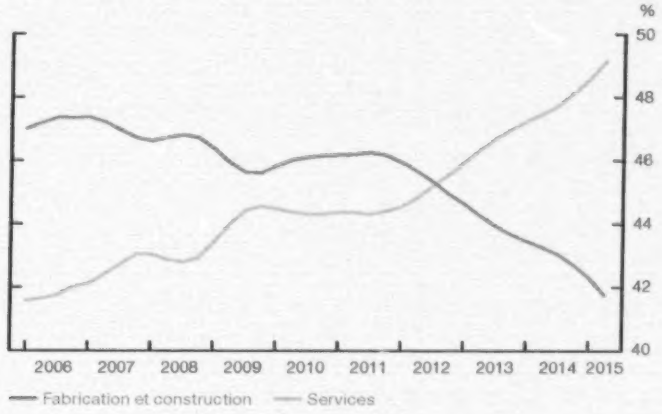
Dernière observation : août 2015

Une transition structurelle vers une croissance plus viable se poursuit en Chine

L'économie chinoise continue à subir une transition structurelle majeure, notamment en comptant davantage sur les dépenses de consommation et moins sur les investissements pour stimuler son expansion (**Graphique 7**). Cette évolution vers la maturité du modèle de croissance de la Chine suppose une décélération de l'activité, qui affichera un rythme de progression plus lent mais plus viable durant la période de projection. Pendant cette période, à mesure que les réformes structurelles seront mises en œuvre, on prévoit que le rythme d'accroissement des investissements se modérera

Graphique 7 : Le rééquilibrage de l'économie chinoise se poursuit

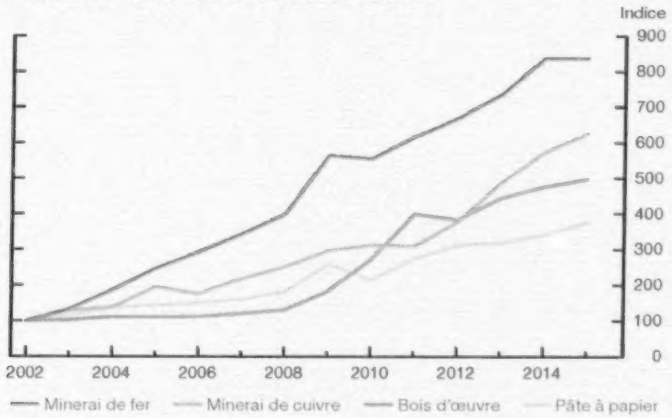
Pourcentage du PIB nominal, moyenne mobile sur quatre trimestres, données trimestrielles



Nota : Les services sont évalués d'après la production du secteur tertiaire.
Source : Bureau national des statistiques de Chine
Dernière observation : 2015T2

Graphique 8 : Les importations chinoises de nombreux produits de base non énergétiques continuent de progresser vigoureusement

Importations en volume, base 100 de l'indice : 2002



Nota : Les valeurs de 2015 sont calculées à partir des taux de croissance observés depuis le début de l'année.
Sources : Administration générale des douanes de la Chine et calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : 2015

encore, alors que la part de la consommation dans le PIB augmentera. Le marché chinois du logement montre des signes précurseurs de stabilisation, après avoir enregistré une importante correction. Selon les facteurs fondamentaux du marché du logement, la construction demeurera plus modérée que ce qui était anticipé en juillet, ce qui a amené la Banque à réviser à la baisse ses perspectives pour la Chine. Il n'en demeure pas moins que la croissance devrait s'établir en moyenne à un peu plus de 6 % en 2016 et en 2017.

Malgré le ralentissement de la croissance économique, la demande de matières premières émanant de la Chine a continué à augmenter (**Graphique 8**). Par exemple, les importations chinoises de minerai de cuivre au cours des neuf premiers mois de 2015 se sont accrues de 760 000 tonnes

par rapport à la même période l'an dernier (et totalisent 9,4 millions de tonnes jusqu'à présent en 2015). Par comparaison, ces importations ont affiché une hausse annuelle moyenne de 710 000 tonnes entre 2000 et 2014.

L'activité des autres économies émergentes devrait se redresser après une faible croissance en 2015

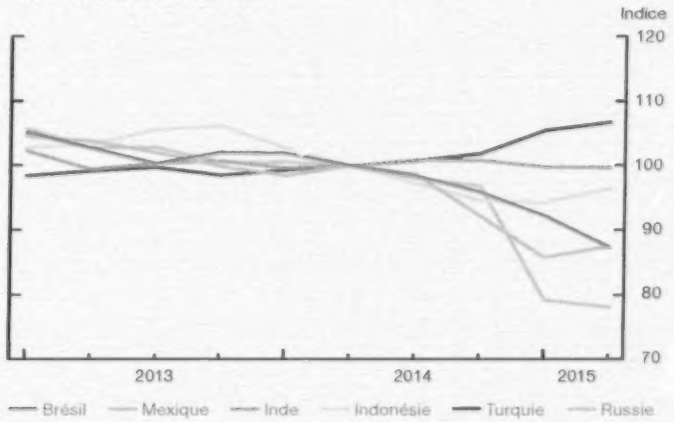
L'activité dans les pays émergents importateurs de pétrole a décéléré en 2015. Cette décélération reflète un certain nombre de facteurs, dont les effets de la baisse des prix des produits de base non énergétiques, les répercussions du ralentissement en Chine, des faiblesses particulières dans certains pays et le resserrement des conditions financières. Par ailleurs, les facteurs structurels, comme les goulots d'étranglement du côté de l'offre et les contraintes réglementaires excessives, permettent aussi d'expliquer dans une certaine mesure la croissance modeste de ces économies.

Si certains pays émergents importateurs de pétrole ont bénéficié de l'amélioration de leurs termes de l'échange, bien d'autres qui sont aussi exportateurs de produits de base non énergétiques ont connu une détérioration de leurs termes de l'échange ou une légère variation de ceux-ci (**Graphique 9**). Le Brésil a subi une forte baisse, laquelle, conjuguée aux défis à relever sur le plan structurel, a contribué à un ralentissement économique prononcé en 2015 et à une dépréciation marquée de sa monnaie.

Un raffermissement de la croissance est attendu dans les pays émergents importateurs de pétrole en 2016 et en 2017. Parmi les facteurs qui y contribueront, notons une atténuation des ralentissements cycliques de l'activité dans quelques économies, la concrétisation des effets positifs décalés de la baisse des prix du pétrole et la stimulation accrue découlant des réformes structurelles nécessaires. Les récentes dépréciations des taux de change réels amélioreront le solde du commerce extérieur. L'expansion dans les pays émergents d'Asie en particulier devrait se renforcer, ce qui tient en grande partie à la vigueur de l'économie indienne, où la croissance, qui a avoisiné 7 % en moyenne au cours des deux dernières années, devrait se raffermir davantage.

Graphique 9 : **Les mouvements des termes de l'échange varient d'une grande économie émergente à l'autre**

Base 100 de l'indice : 2014T2



Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015T2

De façon générale, les pays émergents sont devenus plus résilients au fil du temps, grâce aux avancées réalisées au chapitre de la restructuration de leur économie, de la consolidation de leur situation budgétaire, du renforcement de leur système financier, de l'augmentation de leurs réserves de change de précaution, et de la prise de mesures en faveur de taux de change plus flexibles.

Dans le reste du monde, la croissance a ralenti de façon notable cette année, alors que les pays exportateurs de pétrole ont vu leurs termes de l'échange se détériorer en raison du recul des cours pétroliers. L'expansion au sein de ces économies devrait se raffermir, à mesure que l'effet modérateur exercé par le repli des prix du pétrole diminue et que les répercussions positives des ajustements de taux de change, le redressement de la croissance mondiale et la baisse des coûts de l'énergie l'emportent sur les autres facteurs.

Les préoccupations des marchés au sujet de la croissance mondiale ont entraîné une volatilité accrue et un certain resserrement des conditions financières

Les implications à l'échelle du globe d'une trajectoire d'expansion moins élevée en Chine et dans les autres pays émergents, conjuguées à l'incertitude quant au moment et au rythme de la normalisation de la politique monétaire américaine, ont fait croître la volatilité et l'aversion pour le risque sur les marchés financiers dans le monde entier. Ces évolutions se sont traduites par un resserrement des conditions du crédit dans un large éventail de marchés. Les cours des actions se sont repliés à l'échelle mondiale, surtout en Chine, et sont devenus plus volatils (**Graphique 10**). Les écarts de taux relatifs aux obligations de sociétés à rendement élevé et à celles des marchés émergents ont vivement augmenté sous l'effet principalement, dans le premier cas, du secteur des produits de base, vu le nouvel affaiblissement des prix du pétrole et d'autres matières premières (**Graphique 11**).

Graphique 10 : **Les cours des actions ont chuté, surtout en Chine**

Source : Bloomberg

Dernière observation : 16 octobre 2015

Graphique 11 : **Les écarts de taux ont augmenté**

Écarts (corrigés en fonction des clauses optionnelles) entre les obligations libellées en $ US et les obligations du Trésor américain

Nota : L'indice des obligations de sociétés des marchés émergents se compose à 43 % d'obligations de bonne qualité et à 57 % d'obligations à rendement élevé.

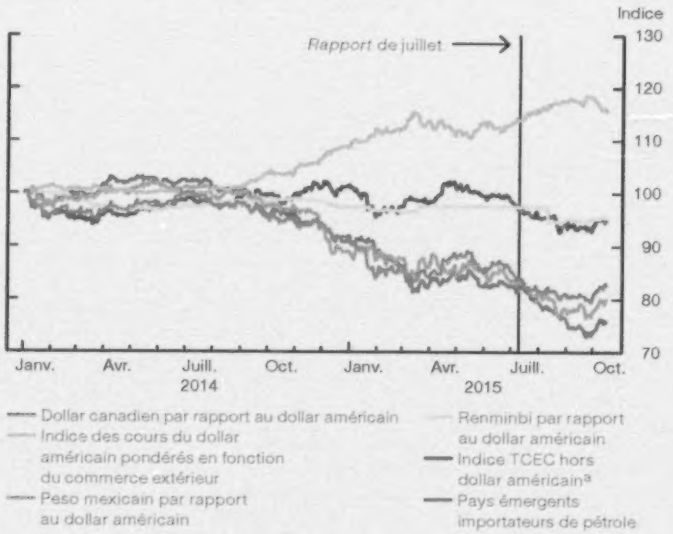
Source : Bank of America Merrill Lynch — Dernière observation : 16 octobre 2015

Dans les économies avancées, les rendements des obligations d'État à long terme demeurent bas et ont encore fléchi quelque peu depuis juillet. Compte tenu des vents contraires plus forts en provenance des pays émergents, des conditions financières plus restrictives et d'une inflation inférieure à la cible, les marchés s'attendent à ce que la normalisation de la politique monétaire américaine commence plus tard que prévu auparavant. La Banque centrale européenne a indiqué que le programme actuel d'achat d'actifs pourrait prendre de l'expansion, si nécessaire. Les marchés anticipent une accentuation de la détente monétaire de la part de la Banque du Japon, qui est confrontée à la tenue décevante de l'économie du pays. Les autorités chinoises devraient poursuivre leurs politiques monétaire et budgétaire expansionnistes afin de prévenir un ralentissement cyclique plus marqué.

Même si la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis devrait débuter plus tard selon les attentes implicites récentes des marchés, la divergence dans l'orientation anticipée des politiques monétaires et l'incertitude accrue à l'égard de l'évolution de la conjoncture extérieure ont contribué à la vigueur généralisée du dollar américain au cours de la dernière année (**Graphique 12**). Les monnaies des pays émergents se sont dépréciées et sont devenues plus volatiles depuis la parution du *Rapport* de juillet. Dans un contexte de repli des prix des produits de base et d'appréciation du dollar américain, le dollar canadien et les monnaies des concurrents du Canada sur le marché américain, comme le Mexique, ont perdu de leur valeur par rapport au dollar américain ces derniers mois.

Graphique 12 : **Le dollar américain s'est apprécié par rapport aux monnaies des marchés émergents et aux devises tributaires des produits de base**

Base 100 de l'indice : 2 janvier 2014



a. L'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) est une moyenne pondérée des taux de change bilatéraux du dollar canadien par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux du Canada. Une hausse indique une appréciation du dollar canadien.

Sources : banques centrales nationales, presse financière et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 16 octobre 2015

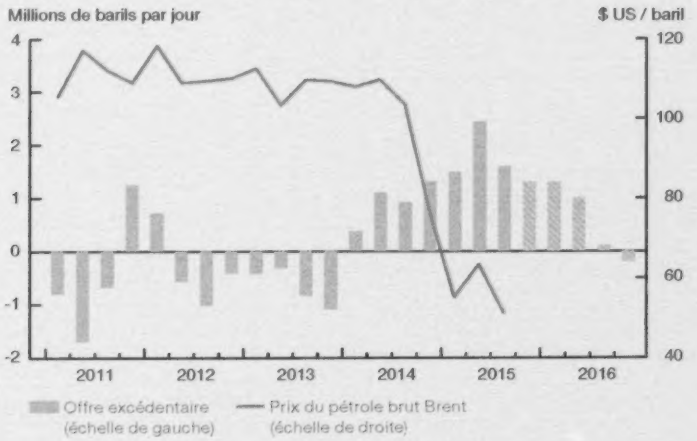
Les cours du pétrole ont reculé davantage

Même si la production pétrolière aux États-Unis a atteint un sommet en avril 2015, les prévisions de l'Agence internationale de l'énergie donnent à penser que la production mondiale devrait quant à elle continuer d'être supérieure à la demande au moins jusqu'au second semestre de 2016 (**Graphique 13**). Les mesures de réduction de coûts adoptées par des producteurs de pétrole ont permis la poursuite de certaines activités de production à coût élevé, ce qui a contribué à une augmentation rapide des stocks mondiaux de pétrole. Parallèlement, les évolutions récentes en Chine et dans les autres pays émergents ont laissé entrevoir que la croissance future de la demande de pétrole pourrait être plus faible qu'envisagé.

Par convention, la Banque postule que les prix de l'énergie demeureront près de leurs niveaux récents. Dernièrement, les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select se sont établis en moyenne à quelque 50, 45 et 30 dollars américains le baril, respectivement. Ce profil est inférieur d'environ 15 à 20 dollars à celui présenté dans le *Rapport* de juillet (**Graphique 14**).

Des risques tant à la hausse qu'à la baisse entourent l'hypothèse de la Banque relative aux prix du pétrole. Du côté des risques à la baisse, par exemple, le retour anticipé de la production iranienne de pétrole, si celle-ci n'est pas compensée par une réduction de la production d'autres membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), pourrait retarder le rééquilibrage du marché.

Graphique 13 : **L'offre excédentaire sur le marché mondial du pétrole devrait durer au moins jusqu'au second semestre de 2016**



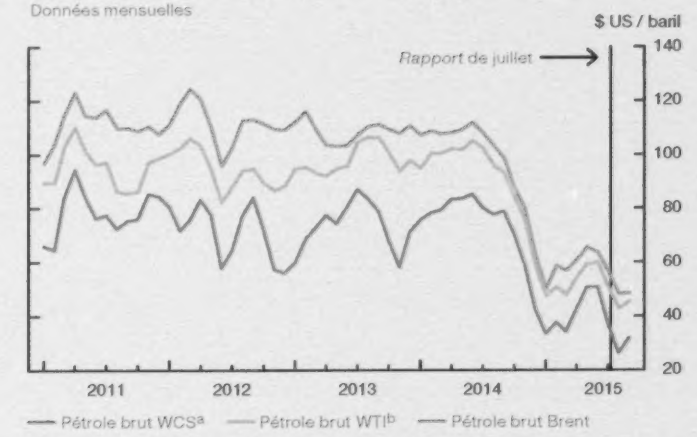
Nota : L'offre excédentaire correspond à la différence entre la production et la consommation mondiales de pétrole, en millions de barils par jour, à supposer que la production des membres de l'OPEP ne change pas.

Sources : Agence internationale de l'énergie et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2016T4 (offre excédentaire)
Dernière observation : 2015T3 (prix du pétrole brut Brent)

Graphique 14 : **Les cours de référence du pétrole brut ont baissé**

Données mensuelles



a. Le sigle WCS signifie Western Canada Select.

b. Le sigle WTI signifie West Texas Intermediate.

Sources : Haver Analytics et Bloomberg

Dernière observation : septembre 2015

Du côté des risques à la hausse, la production aux États-Unis pourrait diminuer plus que prévu durant la prochaine année. Selon des résultats d'enquêtes, de nombreux producteurs de pétrole américains sont soumis à des tensions financières. Si les entreprises ont du mal à obtenir les fonds suffisants pour continuer à pourvoir à leurs dépenses en immobilisations, la production pourrait baisser et le rééquilibrage du marché pourrait se faire plus rapidement qu'escompté. L'évolution de la situation géopolitique peut aussi faire augmenter les cours du pétrole, comme ce fut le cas récemment lors de l'amplification des tensions associées au conflit en Syrie.

Avec le temps, à mesure que les stocks excédentaires diminueront pour finalement se résorber, c'est la nouvelle production, y compris celle découlant de ressources à coût élevé, qui permettra de répondre à la demande croissante.

Les prix des produits de base non énergétiques se sont aussi affaiblis

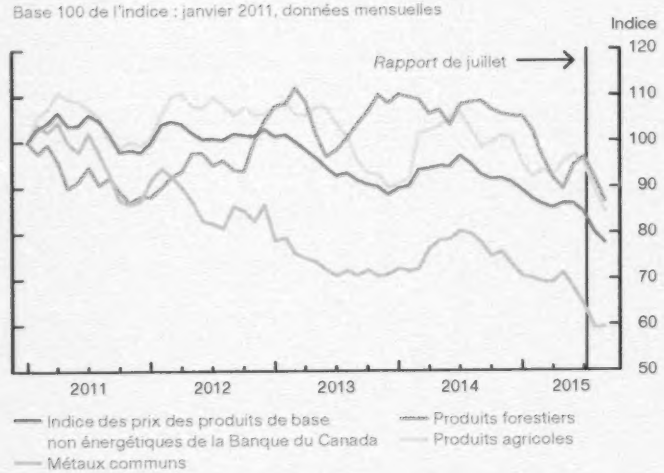
L'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque a reculé d'environ 10 % depuis la publication du *Rapport* en juillet et est maintenant de plus de 25 % inférieur à son sommet de 2011 (**Graphique 15**).

Bien que la Chine soit l'un des plus grands consommateurs de plusieurs produits de base au monde et que la demande en émanant demeure élevée, le ralentissement attendu de la croissance future de son économie a exercé des pressions à la baisse sur les prix, surtout ceux des métaux communs. Le recul des prix des produits agricoles et des produits forestiers depuis juillet a été plus important que celui des prix des métaux communs, parce que les effets de la demande ont été amplifiés par une croissance de l'offre plus vigoureuse que prévu.

Un ensemble de forces qui tendent à se neutraliser en grande partie devrait maintenir l'indice des prix des produits de base non énergétiques de la Banque près de ses niveaux récents. Le renforcement escompté de l'économie mondiale devrait exercer des pressions à la hausse sur les prix des produits de base non énergétiques. En particulier, l'amélioration du marché du logement aux États-Unis va probablement entraîner un accroissement de la demande de bois d'œuvre. De plus, le processus d'urbanisation en Chine et dans les autres pays émergents continuera à favoriser la demande de métaux communs et les prix de ceux-ci. Cependant, l'expansion des capacités de production de certains produits de base se poursuit à l'échelle du globe, facilitée en partie par les coûts plus bas des intrants de carburant, ce qui exerce davantage de pressions à la baisse sur les prix.

Graphique 15 : **Les prix des produits de base non énergétiques se sont affaiblis de nouveau**

Base 100 de l'indice : janvier 2011, données mensuelles



Source : Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2015

Résumé

Les implications de l'évolution récente de l'économie mondiale pour l'économie canadienne sont contrastées. D'une part, les exportations canadiennes devraient profiter de la vigueur de l'économie américaine. Les composantes de la demande américaine qui sont importantes pour les exportations canadiennes, telles que les investissements des entreprises en équipement, le logement et la consommation, devraient progresser à un rythme solide. D'autre part, les producteurs de matières premières au Canada sont confrontés à des prix du pétrole et de produits de base non énergétiques plus bas. Dans ce contexte, le dollar canadien s'est déprécié depuis la parution du *Rapport* de juillet. Par convention, aux fins de l'établissement de la projection économique, la Banque postule que le dollar canadien se situera près du niveau moyen observé récemment, soit 76 cents américains, durant la période de projection, ce qui est inférieur au niveau de 80 cents postulé en juillet.

L'économie canadienne

L'économie canadienne continue de s'ajuster à la baisse des prix du pétrole et d'autres produits de base. La redistribution requise de la main-d'œuvre et du capital entre les secteurs et les régions constitue un processus complexe qui exigera du temps, notamment au vu de la nécessité de reconstruire les capacités dans le secteur des exportations hors produits de base.

Plusieurs facteurs importants contribuent à faciliter ces ajustements. Les effets expansionnistes des mesures d'assouplissement monétaire prises précédemment se répercutent sur l'économie canadienne, soutenant en particulier les dépenses des ménages. Les exportations hors produits de base sont favorisées par la solide croissance de l'économie américaine. De plus, la dépréciation du dollar canadien associée au repli des cours des produits de base a pour effet d'améliorer la compétitivité internationale du Canada, ce qui stimule les exportations nettes.

Au pays, l'activité économique et l'inflation évoluent sensiblement comme prévu dans le *Rapport* de juillet. Le dynamisme de l'économie se reconstitue et, selon les estimations, la croissance du PIB réel aurait rebondi, pour se situer autour de 2 % au second semestre de 2015, après une modeste contraction au premier semestre. En moyenne annuelle, la croissance du PIB réel devrait s'établir à un peu plus de 1 % cette année, avant de se raffermir pour atteindre environ 2 % en 2016 et quelque 2 1/2 % en 2017 (**Tableau 2**). Depuis juillet, la Banque a revu quelque peu à la baisse sa projection relative

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage[a,b]

	2014	2015	2016	2017
Consommation	1,5 (1,5)	1,2 (1,2)	1,1 (1,2)	1,0 (1,1)
Logement	0,2 (0,2)	0,3 (0,2)	0,0 (0,1)	0,0 (0,0)
Administrations publiques	-0,1 (-0,1)	0,2 (0,1)	0,1 (0,2)	0,2 (0,2)
Investissements fixes des entreprises	0,0 (0,0)	-0,9 (-0,9)	-0,2 (0,4)	0,7 (0,8)
Total partiel : demande intérieure finale	1,6 (1,6)	0,8 (0,6)	1,0 (1,9)	1,9 (2,1)
Exportations	1,7 (1,7)	0,9 (0,6)	1,7 (1,6)	1,7 (1,7)
Importations	-0,5 (-0,5)	-0,3 (-0,3)	-0,6 (-0,8)	-1,1 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	1,1 (1,1)	0,6 (0,3)	1,1 (0,8)	0,6 (0,5)
Stocks	-0,3 (-0,3)	-0,3 (0,2)	-0,1 (-0,4)	0,0 (0,0)
PIB	2,4 (2,4)	1,1 (1,1)	2,0 (2,3)	2,5 (2,6)
Pour mémoire :				
Fourchette de la production potentielle[c]	de 2,0 à 2,2	de 1,6 à 2,0	de 1,4 à 2,2	de 1,3 à 2,3
Revenu intérieur brut réel	2,0 (2,0)	-1,2 (-0,7)	1,2 (2,2)	2,5 (2,6)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.
c. Les chiffres proviennent de l'annexe du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2015.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne[a]

	2014	2015				2016				2017			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,2 (2,2)	-0,8 (-0,6)	-0,5 (-0,5)	2,5 (1,5)	1,5 (2,5)	2,0 (2,6)	2,5 (2,8)	2,7 (2,9)	2,7 (2,9)	2,5 (2,8)	2,3 (2,5)	2,2 (2,2)	2,0 (1,8)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,5 (2,5)	2,0 (2,1)	1,0 (1,1)	0,8 (0,7)	0,7 (0,7)	1,4 (1,5)	2,1 (2,3)	2,2 (2,7)	2,5 (2,8)	2,6 (2,8)	2,5 (2,8)	2,4 (2,6)	2,2 (2,3)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)	2,2 (2,1)	2,1 (2,0)	2,1 (2,0)	2,1 (1,9)	2,0 (1,8)	2,0 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 (2,0)	1,0 (1,0)	1,0 (0,9)	1,2 (1,2)	1,4 (1,4)	1,6 (2,1)	1,5 (1,9)	1,4 (1,8)	1,6 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne des récents cours au comptant.

à l'activité économique pour 2016 et 2017, compte tenu du nouveau recul des prix du pétrole et d'autres produits de base ainsi que du fléchissement additionnel des intentions d'investissement parmi les entreprises du secteur de l'énergie.

Bien qu'une incertitude considérable entoure les projections concernant la production potentielle, surtout à moyen terme, la nette réduction des investissements associée au choc des prix des produits de base donne à penser que la croissance de la production potentielle à court terme est maintenant plus susceptible de s'inscrire dans le bas de la fourchette des estimations présentée par la Banque en avril. Étant donné ce jugement, on peut s'attendre à ce que l'économie canadienne retourne à son plein potentiel vers le milieu de 2017. Si, pour d'autres raisons, le taux de croissance de la production potentielle s'avérait plus rapide, l'écart de production pourrait se résorber un peu plus tard et la trajectoire de l'inflation, être légèrement plus basse.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection, les pressions à la hausse exercées par la transmission des variations du taux de change contrebalançant pour l'essentiel les pressions à la baisse issues de l'offre excédentaire, ces deux effets s'atténuant au fil du temps (**Tableau 3**). L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation jusqu'en 2017, du fait de la faible augmentation des prix de l'essence en glissement annuel. Une fois que l'économie atteindra son plein potentiel et s'y stabilisera, l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence demeurera à 2 % de façon durable.

L'inflation sous-jacente reste en deçà de 2 %

L'inflation fondamentale, mesurée par l'indice de référence (IPCX), se situe près de 2 % (**Graphique 16**). Les prix des produits à forte teneur en importations se sont accrus en raison de la dépréciation passée du dollar canadien, ce qui donne une impulsion temporaire à l'inflation. Selon les estimations, l'incidence de cette dépréciation contribuerait de 0,5 à 0,7 point de pourcentage environ à l'inflation mesurée par l'indice de référence au troisième trimestre de 2015[1, 2]. L'incidence est particulièrement prononcée dans le cas des biens intégrés à l'indice de référence, tels que les appareils électroménagers, les vêtements, le matériel de lecture et certains

1 On estime que l'incidence de la dépréciation du dollar canadien sur l'inflation mesurée par l'IPC global serait de quelque 0,9 à 1,1 point de pourcentage.

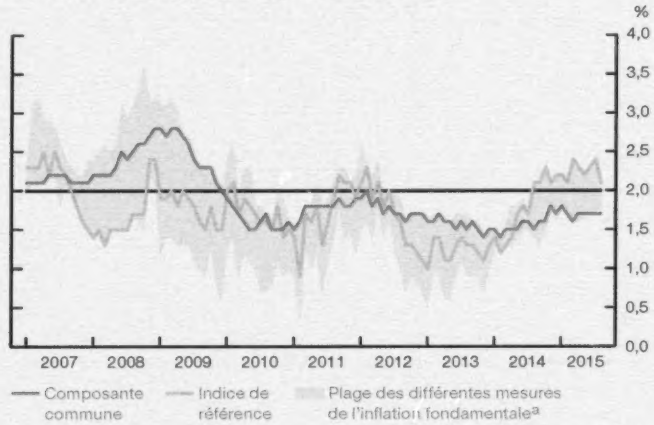
2 Pour en savoir plus, consulter L. Savoie-Chabot et M. Khan (2015), *Exchange Rate Pass-Through to Consumer Prices: Theory and Recent Evidence*, document d'analyse n° 2015-9, Banque du Canada.

produits alimentaires (**Graphique 17**). Ces effets temporaires sur l'inflation contrebalancent les pressions désinflationnistes exercées par la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie. La Banque estime que la tendance sous-jacente de l'inflation se situe aux alentours de 1,5 à 1,7 %.

L'inflation mesurée par l'IPC global dépasse légèrement 1 %, la baisse en glissement annuel des prix à la consommation de l'énergie continuant de peser sur l'inflation (**Graphique 18**). Le taux d'accroissement de l'IPC global aurait été encore plus bas si les prix de l'essence avaient suivi plus étroitement l'évolution

Graphique 16 : Les mesures de l'inflation fondamentale se situent près de 2 %

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

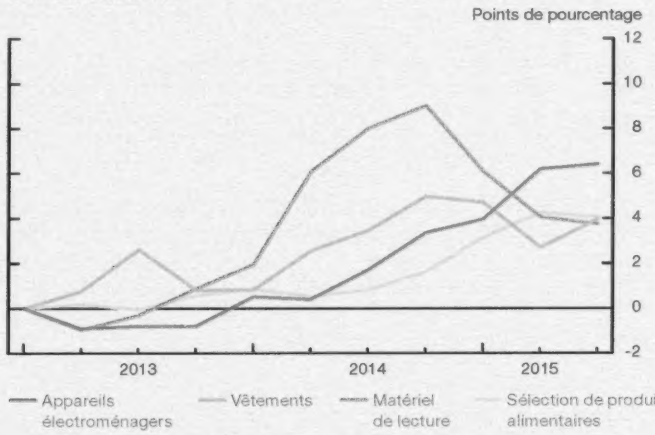


a. Ces mesures sont l'IPCX; MOYET; la médiane pondérée; l'IPCP; l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects; et la composante commune. Pour les définitions, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation dans le site Web de la Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : août 2015

Graphique 17 : Les prix des biens à forte teneur en importations intégrés à l'indice de référence ont considérablement augmenté

Évolution de l'inflation depuis le premier trimestre de 2013, données trimestrielles



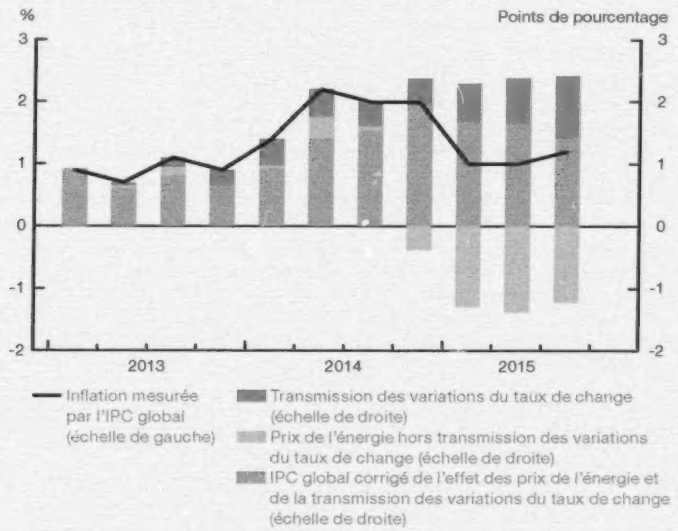
Nota : La sélection de produits alimentaires comprend le sucre et les confiseries, les graisses et huiles alimentaires, le café et le thé, les condiments, les épices et les vinaigres, d'autres mets préparés et les boissons non-alcoolisées. Les valeurs pour le troisième trimestre de 2015 sont une moyenne de juillet et août.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière valeur du graphique : 2015T3

des cours pétroliers cette année (**Graphique 19**)[3]. En règle générale, les prix de l'essence varient grosso modo en phase avec ceux du pétrole. Cette relation s'est toutefois affaiblie ces derniers mois, tant au Canada qu'aux États-Unis, du fait de la demande accrue d'essence et de l'insuffisance des capacités de raffinage. Cette dernière se trouve exacerbée par d'importantes mises hors service de raffineries sur la côte Ouest des États-Unis et dans le Midwest.

Graphique 18 : L'inflation mesurée par l'IPC global s'est maintenue près de 1 %

Incidence sur l'inflation, taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



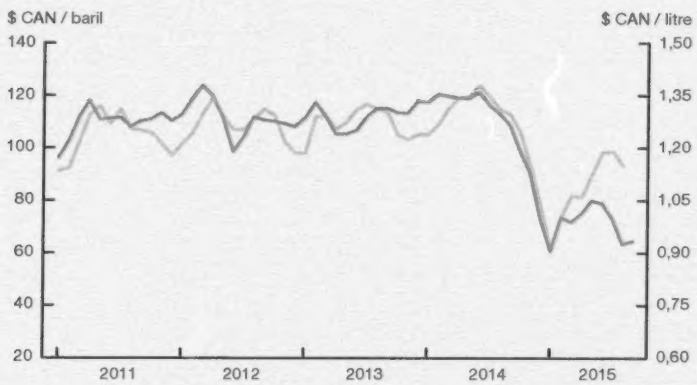
Nota : La valeur de l'inflation mesurée par l'IPC global au troisième trimestre de 2015 est une estimation de la Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2015T3

Graphique 19 : Les prix de l'essence se sont écartés dernièrement des prix du pétrole

Données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernières observations : août 2015 (prix moyen au détail de l'essence) et septembre 2015 (prix du pétrole brut Brent)

3 En septembre, le niveau de l'IPC global aurait été d'environ 0,5 % plus bas si la relation entre les prix de l'essence et ceux du pétrole avait évolué comme par le passé.

La croissance globale en 2015 reflète une activité économique qui suit deux trajectoires différentes

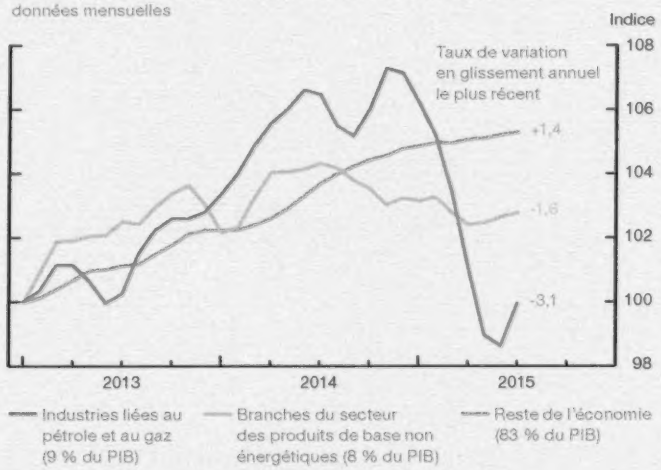
L'économie canadienne s'est contractée modestement au premier semestre de 2015. Cette faiblesse s'explique principalement par la vive contraction qu'ont connue les industries liées au pétrole et au gaz, celles-ci s'ajustant à la baisse des prix (**Graphique 20**).

La production dans les industries liées au pétrole et au gaz a fléchi de 8 % entre le quatrième trimestre de 2014 et le deuxième trimestre de 2015, tandis que les investissements des entreprises associés à ces industries ont fortement chuté. Les revenus tirés des salaires ont continué de diminuer, tout comme l'emploi (en baisse de 9 % depuis octobre dernier dans les industries de l'extraction minière, de l'exploitation en carrière et de l'extraction de pétrole et de gaz). Comme on pouvait s'y attendre, ces évolutions se sont répercutées sur les dépenses des ménages dans les régions productrices d'énergie. Par exemple, les ventes de véhicules automobiles et l'activité dans le secteur du logement se sont situées bien en deçà de la moyenne nationale (**Tableau 4**). Globalement, on estime que le choc des prix du pétrole a retranché environ 1 1/4 point de pourcentage à la croissance au premier semestre de l'année (**Tableau 5**).

Le secteur hors ressources a continué de croître, mais cela n'a pas suffi à faire contrepoids au brusque ajustement provenant du secteur pétrolier. En outre, l'activité a été bridée par des facteurs transitoires, y compris un hiver rigoureux en Amérique du Nord et des fermetures temporaires dans le secteur de l'automobile et celui du pétrole et du gaz.

Graphique 20 : **L'évolution de la production suit des trajectoires différentes selon les industries**

Moyenne mobile sur trois mois, base 100 de l'indice : janvier 2013, données mensuelles



Nota : Les industries liées au pétrole et au gaz sont les suivantes : extraction, activités de soutien et travaux de génie. Les branches d'activité liées au secteur des produits de base non énergétiques comprennent notamment l'agriculture, la foresterie, la pêche et la chasse, l'extraction minière et l'exploitation en carrière, la fabrication de produits en bois, la fabrication de produits minéraux non métalliques, la première transformation des métaux, la fabrication de produits métalliques, la fabrication du papier, la fabrication de produits chimiques (exception faite des produits pharmaceutiques) et la fabrication de produits en caoutchouc et en plastique. Les secteurs de la fabrication de produits pharmaceutiques, de la fabrication d'aliments et de l'impression sont exclus de ce calcul, puisqu'ils concernent des biens de consommation.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : juillet 2015

Tableau 4 : Variation des indicateurs économiques depuis novembre 2014

	Variation	Canada	Provinces productrices d'énergie[a]	Reste du Canada
Emploi (Enquête sur la population active)[b]	%	0,6	0,7	0,6
Taux de chômage[b]	points de pourcentage	0,4	2,0	0,0
Prestataires d'assurance-emploi[c]	%	-2,8	15,7	-6,0
Ventes au détail (nominales)[c]	%	1,1	-2,8	2,1
Ventes de véhicules automobiles[b]	%	1,3	-7,6	10,8
Prix de revente moyen des logements[b]	%	5,2	-6,1	6,5
Reventes de logements[b]	%	0,7	-22,1	5,9
Mises en chantier[b]	%	20,5	-13,3	32,1
Ventes en gros (nominales)[c]	%	3,3	-7,5	5,8

a. Alberta, Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador
b. Plus récentes données : septembre 2015
c. Plus récentes données : juillet 2015

Tableau 5 : Ventilation de la croissance du PIB réel
Taux de variation trimestriel annualisé

	2015			
	T1	T2	T3	T4
Taux de croissance du PIB réel	-0,8	-0,5	2,5	1,5
Incidence des facteurs transitoires (en points de pourcentage)[a]	-0,6	-0,2	0,8	0,1
Incidence nette du recul des prix du pétrole (en points de pourcentage)	-1,6	-1,0	-0,4	-0,4
Croissance du PIB réel (hors incidence des facteurs transitoires et de la baisse des cours pétroliers)[b]	1,4	0,6	2,1	1,8

a. Les facteurs transitoires comprennent un hiver rigoureux en Amérique du Nord, les fermetures dans le secteur pétrolier et gazier qui entravent la production de pétrole de sables bitumineux, les mises hors service de raffineries, les fermetures pour permettre le réoutillage d'usines de véhicules automobiles, et les paiements rétroactifs au titre de la prestation universelle pour la garde d'enfants.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

Le PIB réel devrait rebondir au second semestre de l'année, les effets du choc des prix du pétrole sur la croissance dans le secteur pétrolier et gazier s'atténuant et le reste de l'économie se raffermissant, à la faveur des mesures d'assouplissement monétaire prises précédemment et de la valeur plus faible du dollar canadien. En particulier, on s'attend à ce que la production dans le secteur hors ressources augmente (**Graphique 20**), à mesure que la demande étrangère d'exportations canadiennes se renforcera. Parallèlement, la résilience de l'emploi à l'extérieur du secteur des ressources est appelée à continuer de soutenir les dépenses des ménages. De fait, même au deuxième trimestre, on a observé des signes d'un nouvel élan : abstraction faite de l'effet modérateur sur la croissance du PIB réel associé au changement dans les investissements en stocks, les ventes finales ont progressé de 0,7 %, comparativement à un repli de 1,8 % au premier trimestre.

L'activité au second semestre de 2015 sera aussi stimulée initialement par la disparition des facteurs négatifs temporaires qui se sont fait sentir au premier semestre de l'année et par l'incidence positive, sur la consommation, des

versements rétroactifs de la prestation universelle pour la garde d'enfants. La croissance au second semestre devrait avoisiner 2 % en moyenne, en dépit de l'effet modérateur durable, mais décroissant, exercé par le secteur des ressources. Selon les estimations, le recul des cours pétroliers retrancherait, pour l'ensemble de 2015, environ 3/4 de point de pourcentage à la croissance, ce qui concorde avec les attentes formulées précédemment.

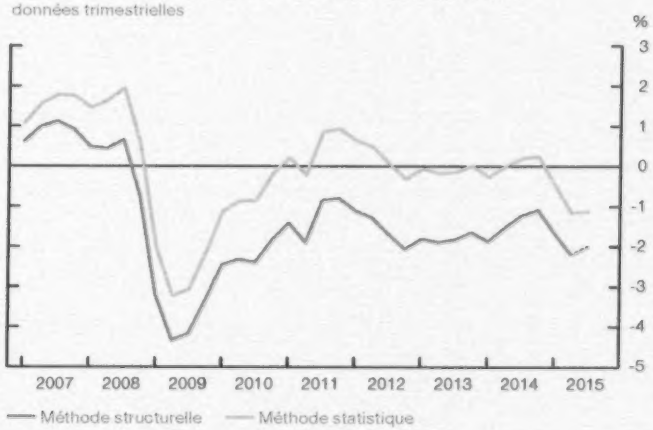
Dans l'ensemble, il subsiste une marge notable de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne

Les deux mesures dont se sert la Banque pour estimer l'écart de production, soit les méthodes structurelle et statistique, indiquent un élargissement marqué de cet écart au premier semestre de 2015, lequel subsiste au second semestre (**Graphique 21**).

Les données sur le marché du travail montrent une marge persistante de ressources inutilisées, et l'on observe peu de signes d'une intensification des pressions sur les salaires. Le taux de chômage national a légèrement progressé ces derniers mois, alors que l'indicateur du marché du travail de la Banque s'est inscrit en hausse en septembre (**Graphique 22**). Face à l'ampleur du choc des prix des produits de base, le marché canadien du travail fait néanmoins preuve d'une certaine résilience. Ainsi, au cours de la dernière année, l'économie canadienne a créé, en chiffres nets, quelque 160 000 nouveaux emplois, le nombre de postes à temps plein ayant crû d'environ 200 000 et celui des postes à temps partiel ayant diminué d'approximativement 40 000; le nombre total d'heures travaillées a augmenté de 1,3 %, ce qui correspond à peu près au double du taux de croissance tendanciel estimatif; et le taux d'activité de la population dans la force de l'âge s'est redressé de 0,7 point de pourcentage. Comme on pouvait s'y attendre, les indicateurs nationaux masquent des tendances divergentes entre les évolutions des provinces productrices d'énergie et du reste du pays. Il ressort des données désagrégées

Graphique 21 : **La marge de capacités excédentaires s'est creusée au cours de la dernière année**

Écart en pourcentage entre le PIB réel et la production potentielle, données trimestrielles



Nota : Pour le troisième trimestre de 2015, la valeur estimée de l'écart se fonde sur une augmentation de la production de 2,5 % (en rythme annuel). Pour les définitions des deux séries utilisées dans le graphique, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada dans le site Web de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada

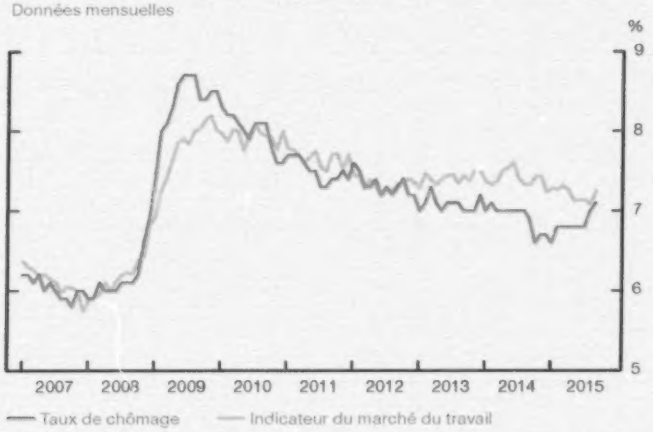
Dernière valeur du graphique : 2015T3

qu'une marge additionnelle de ressources inutilisées se fait jour dans certaines régions, tandis que la situation reste à peu près inchangée dans d'autres. Depuis novembre dernier, le taux de chômage dans les provinces productrices d'énergie a connu une hausse marquée, alors qu'il est demeuré essentiellement stable, en moyenne, dans les autres (**Tableau 4**).

Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, les pressions s'exerçant sur la capacité de production se sont nettement atténuées au troisième trimestre, ce qui tient à la propagation persistante des effets de la baisse des prix des produits de base. Les réponses recueillies montrent que les pressions sur l'appareil de production se sont considérablement allégées dans les provinces des Prairies, une tendance récente qui s'est poursuivie (**Graphique 23**). En ce

Graphique 22 : **Le marché du travail a fait preuve d'une certaine résilience**

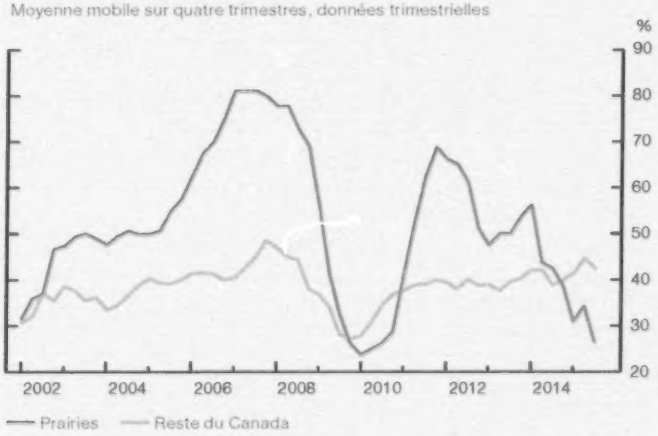
Données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada — Dernière observation : septembre 2015

Graphique 23 : **Les pressions sur la capacité de production se sont nettement atténuées dans les Prairies**

Moyenne mobile sur quatre trimestres, données trimestrielles



Nota : Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2015T3

qui concerne les autres provinces, les réponses semblent indiquer que les capacités excédentaires ont graduellement diminué ces dernières années, mais qu'elles ont pu augmenter plus récemment en réaction à l'affaiblissement de la demande.

La contraction au premier semestre de l'année dénote une faiblesse de la demande intérieure, mais, en raison de la brusque diminution des investissements, elle a également des conséquences négatives pour la production potentielle. Globalement, la Banque juge que la marge de capacités excédentaires s'est élargie substantiellement au premier semestre de 2015 et qu'elle est demeurée notable au second semestre, soit entre 1 et 2 %[4].

Les ajustements aux prix plus bas des produits de base continueront de modérer l'activité économique

L'économie canadienne connaît en ce moment une série complexe d'adaptations. Une longue période de détérioration de la compétitivité, marquée par la Grande Récession, a provoqué la destruction de nombreuses firmes et déprimé les investissements des entreprises à l'extérieur du secteur de l'énergie, ce qui s'est traduit par une réduction appréciable des capacités du secteur hors ressources. C'est dans ce contexte que l'économie canadienne doit s'ajuster à la baisse des prix des produits de base.

D'un point de vue macroéconomique, l'ajustement complet devrait exiger plusieurs années, puisque des investissements, y compris par la création d'entreprises, sont nécessaires pour constituer les capacités pouvant absorber la main-d'œuvre déplacée vers le secteur hors ressources (**Encadré 1**). Les dépenses des ménages mettront également beaucoup de temps à s'adapter et dépendront de l'incidence ultime de la détérioration des termes de l'échange sur la richesse nationale et le revenu du travail.

Bien que le processus d'ajustement ne fasse que commencer, on observe déjà des signes de la redistribution de la main-d'œuvre et du capital. S'agissant d'abord des marchés du travail, le taux de postes vacants dans les provinces productrices de pétrole a nettement chuté depuis l'automne 2014, alors qu'il s'est accru dans le reste du Canada depuis mars dernier. Du côté de l'offre, le solde migratoire de l'Alberta et de la Saskatchewan avec le reste du pays et l'étranger a ralenti pour se situer aux alentours de 11 000 entrées nettes par trimestre en moyenne au premier semestre de cette année, soit moins de la moitié du rythme solide d'environ 24 000 enregistré entre 2012 et 2013.

Les firmes commencent à s'adapter au moyen de divers mécanismes : dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet automne, certaines firmes qui font partie de la chaîne d'approvisionnement du secteur pétrolier et gazier ont dit réorienter leur clientèle à la suite du repli de leurs ventes. D'autres s'adaptent en procédant à des restructurations et en recentrant leurs efforts, notamment grâce à l'innovation ou à l'accroissement des ventes en ligne, ces ajustements s'opérant, dans certains cas, dans le contexte d'une consolidation de leur industrie.

4 La projection est établie autour d'un écart de production de -1,4 % postulé pour le troisième trimestre de 2015, comparativement à l'hypothèse d'un écart de -1,7 % pour le deuxième trimestre formulée en juillet.

Encadré 1

Mesure de la capacité de production en période de réaffectation structurelle

Des variations notables et persistantes des prix des produits de base sont d'importants facteurs de redistribution du capital et de la main-d'œuvre entre des secteurs et des régions[1]. Le présent encadré décrit certains des principaux aspects macroéconomiques de cet ajustement. Il va de soi que chaque entreprise est unique et qu'une incertitude considérable entoure la réaction individuelle des firmes à des chocs d'une telle ampleur.

Prix élevés des produits de base : construction de capacités dans le secteur des ressources et destruction dans les secteurs d'exportation hors produits de base

Le secteur des ressources a bénéficié durant plus d'une décennie de la croissance et de la fermeté des prix des produits de base, phénomène qui remonte à l'entrée de la Chine dans l'Organisation mondiale du commerce, en décembre 2001, et à l'industrialisation subséquente de ce pays. À la faveur du renchérissement constant des prix des produits de base induit par la croissance vigoureuse de la Chine, la forte progression de l'investissement dans le secteur extractif s'est traduite par une augmentation des capacités, ainsi que par une expansion de la chaîne d'approvisionnement associée à ce secteur. Des investissements et une production considérables dans ce secteur ont entraîné une augmentation de la demande de main-d'œuvre et des salaires, ce qui a attiré des travailleurs d'autres secteurs et d'autres régions. En conséquence, des capacités de production substantielles se sont développées dans les régions riches en produits de base du Canada, et l'emploi s'est accru pour soutenir cette production.

Au cours de la même période, des pressions d'un tout autre ordre se sont exercées sur le secteur hors ressources, en particulier les entreprises exportatrices hors produits de base. L'appréciation du dollar canadien a entamé la compétitivité des prix des exportateurs (et des entreprises exposées à la concurrence des produits importés). Les firmes ont été contraintes de trouver des façons d'innover et de réduire leurs coûts ou de fermer leurs portes. Dans le secteur des biens échangeables hors ressources, les fermetures d'entreprises se sont multipliées et ont entraîné la destruction d'une part des capacités physiques, laquelle ne pourra par conséquent pas assurer une expansion ultérieure. Pendant ce temps, les fusions entre les exportateurs de biens hors produits de base et les acteurs de leurs chaînes d'approvisionnement se sont traduites par des pertes d'emplois et, partant, par l'apparition d'une marge de ressources inutilisées sur le marché du travail. La migration des travailleurs vers le secteur des ressources a cependant contribué à ralentir le creusement de l'écart du facteur travail dans ce secteur.

Bas prix des produits de base : construction de capacités dans les secteurs d'exportation hors produits de base et destruction dans le secteur des ressources

Le recul marqué des prix des produits de base enregistré récemment devrait perdurer et les ajustements structurels au pays ont déjà commencé. Dans une certaine mesure, le secteur des ressources et celui des exportations hors produits de base sont maintenant confrontés à des défis inverses de ce qu'ils ont connu précédemment.

Des capacités excédentaires sont présentes dans le secteur des ressources du fait du bas niveau des prix des produits de base. Les investissements avaient été réalisés en supposant que ces prix se maintiendraient à un niveau élevé. Par conséquent, les niveaux des prix étant plus faibles, une partie des capacités et de nombreux projets d'investissement ne sont pas rentables. Le secteur des ressources a été prompt à réagir : les entreprises ont diminué sensiblement leurs investissements, trouvé des façons d'innover et d'abaisser leurs coûts, et réduit l'activité de certaines installations de production. Durant cette période initiale d'ajustement, l'emploi a reculé et un écart du facteur travail a commencé à se former dans les régions productrices de produits de base.

À l'inverse, grâce à la dépréciation du dollar canadien liée à la chute des prix des produits de base ainsi qu'à la solide dynamique de l'activité aux États-Unis, le secteur hors ressources a pour sa part connu une croissance soutenue, et les perspectives à cet égard devraient continuer de s'améliorer. La destruction de capacités dans la foulée de la récession des années 2008 et 2009 a toutefois rétréci la marge de capacités excédentaires : de nouveaux investissements et des créations d'entreprises seront nécessaires pour accroître les capacités. Parallèlement, il subsistera sans doute pendant quelque temps une marge de ressources inutilisées sur le marché du travail, car le processus de réaffectation s'enclenchera dans un contexte de main-d'œuvre excédentaire. Par ailleurs, les perspectives d'emploi attireront la main-d'œuvre des régions productrices de ressources.

1 L'Encadré 1 de la livraison d'octobre 2014 du *Rapport sur la politique monétaire* (Internet : http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2014/07/rpm-2014-10-22.pdf) décrit les phases de destruction et de reconstruction des capacités physiques durant et après une récession destructrice et retrace l'évolution de l'écart du facteur travail et de l'écart du facteur capital.

(suite à la page suivante)

Encadré 1 (*suite*)

Destruction de capacités et marge globale de capacités excédentaires

Les estimations de la production potentielle et de la marge globale de capacités inutilisées dans l'économie sont entachées d'une plus grande incertitude en période de destruction des capacités, notamment en ce qui a trait à la nécessité d'effectuer des investissements. Si la viabilité des activités peut profiter des innovations et des mesures de diminution des coûts, il est également possible de laisser des capacités physiques se déprécier ou de les fermer temporairement ou définitivement. Or, les réductions permanentes de capacités, y compris sous forme de fermetures d'entreprises, impliquent la perte d'une part des capacités de production future. En outre, les capacités physiques excédentaires dans certains secteurs ne peuvent être aisément déplacées en vue de leur utilisation dans d'autres. C'est pourquoi, lorsque des capacités d'un secteur en croissance deviennent insuffisantes, il est nécessaire d'effectuer des investissements dans de nouvelles capacités et dans la création d'entreprises. Les marchés du travail, eux, sont comparativement plus flexibles. Des coûts sont certes associés au recyclage et à la réinstallation des travailleurs (le cas échéant), mais l'expérience passée donne à penser que la main-d'œuvre peut passer relativement facilement d'un secteur ou d'une région à l'autre afin de répondre à une demande en émergence.

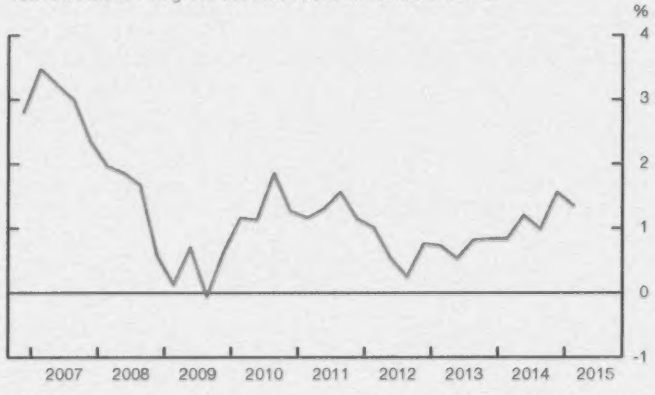
Dans le contexte actuel, les investissements diminuent plus rapidement dans le secteur des ressources qu'ils n'augmentent dans d'autres secteurs où l'on s'attend à une telle hausse à la faveur d'un raffermissement de la demande étrangère et d'améliorations sur le plan de la compétitivité. Conjugué aux autres coûts d'ajustement, le décalage au chapitre de la vitesse de réaction des investissements implique qu'à court terme, la croissance de la production potentielle se situera plutôt dans le bas de la fourchette des estimations que la Banque avait présentées dans le *Rapport* d'avril.

Les données sur la création d'entreprises au Canada font également état d'ajustements. La croissance du nombre de firmes au sein de l'économie s'est orientée graduellement à la hausse depuis la fin de 2012 (**Graphique 24**), mais les évolutions récentes témoignent de divergences entre les industries. Le nombre de firmes dans les industries de l'extraction minière, de l'exploitation en carrière et de l'extraction de pétrole et de gaz a diminué de 1,1 % (en glissement annuel) au premier trimestre de cette année et de 3,0 % au deuxième. À l'extérieur de ce secteur, la croissance du nombre d'entreprises s'est redressée au cours de ces trimestres.

Dans l'ensemble, bien que l'on s'attende à ce que les investissements dans les industries de l'extraction de pétrole et de gaz continuent de décliner pendant plusieurs trimestres, le renforcement de l'activité dans le secteur hors ressources devrait favoriser une croissance solide tout au long du processus d'ajustement. Le PIB réel devrait augmenter d'environ 2 % en 2016 et de quelque 2 1/2 % en 2017.

Graphique 24 : **La croissance du nombre d'entreprises s'est redressée**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2015T2

La contraction des dépenses d'investissement pèse sur la production potentielle

Cette projection tient compte de la nouvelle diminution des cours du pétrole et d'autres produits de base enregistrée depuis juillet, laquelle a entraîné une révision à la baisse des perspectives d'investissement des entreprises et d'exportation. Tandis que l'incidence négative de ces chocs sur le PIB accentue le risque que l'écart de production se résorbe sur une période plus longue qu'anticipé, la détérioration du profil d'évolution des investissements donne à penser que la croissance de la production potentielle à court terme est plus susceptible de s'inscrire dans le bas de la fourchette des estimations de la Banque (**Tableau 2**)[5]. Étant donné ce jugement, on peut s'attendre à ce que l'économie canadienne retourne à son plein potentiel vers la mi-2017.

Dans l'ensemble, il existe beaucoup d'incertitude — surtout à moyen terme — quant à l'ampleur des effets du choc des prix des produits de base sur la production potentielle et quant au moment de leur matérialisation. En plus de l'incidence directe du recul des investissements, la production potentielle subit les répercussions de la redistribution des ressources entre les secteurs (**Encadré 1**). Les coûts associés à cette réaffectation structurelle portent à croire que le niveau et le taux de croissance de la production potentielle pourraient être plus faibles. Parmi les autres facteurs modérateurs, notons le déplacement de la production hors des industries de l'extraction de ressources à productivité relativement élevée ainsi que les coûts associés à la réinstallation ou au recyclage de la main-d'œuvre, y compris les coûts implicites liés notamment au sous-emploi temporaire et à l'augmentation du nombre de travailleurs découragés. En revanche, l'innovation et la disparition d'entreprises peu productives pourraient concourir à une production potentielle plus élevée.

Les conditions financières expansionnistes facilitent les ajustements

Au Canada, les conditions financières demeurent fortement expansionnistes. Les baisses du taux directeur opérées en janvier et juillet derniers ont contribué à contrebalancer en partie le resserrement des conditions financières à l'échelle mondiale. Par exemple, au Canada, les rendements des obligations d'État à 10 ans affichent un modeste recul depuis juillet et se situent à environ 50 points de base en deçà de leur niveau moyen enregistré au quatrième trimestre de 2014. En outre, les taux d'emprunt effectifs des ménages et des entreprises se maintiennent à des niveaux historiquement bas, ou à proximité (**Graphique 25**). Les taux fixes et variables des prêts hypothécaires touchent des creux records, et la progression du crédit hypothécaire s'est accélérée.

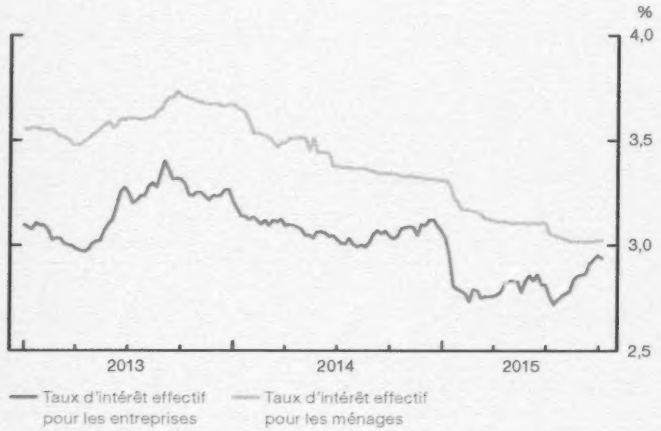
Malgré tout, les conditions du crédit se sont récemment détériorées dans certains segments de l'économie, avec pour toile de fond une volatilité accrue sur les marchés et un déclin des valorisations des actifs risqués à l'échelle du globe. Plus spécifiquement, les écarts de taux sur les obligations de sociétés financières et non financières se sont élargis, surtout dans le cas des firmes des secteurs de l'énergie et des ressources.

---

5 L'évaluation détaillée la plus récente que la Banque a préparée au sujet de la production potentielle a été présentée en avril 2015.

Graphique 25 : Les taux d'emprunt demeurent très bas

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, voir Statistiques>Conditions du crédit> Conditions financières dans le site Web de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 16 octobre 2015

La croissance du crédit aux entreprises a ralenti au cours des derniers mois pour se situer près de sa moyenne historique. Le fléchissement de l'offre de crédit concorde avec les résultats de la dernière enquête de la Banque auprès des responsables du crédit, qui indiquent que le resserrement des modalités non tarifaires des prêts se poursuit dans le secteur pétrolier. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet automne par l'institution laissent également supposer un durcissement des conditions du crédit, en particulier dans les régions et les secteurs touchés par le choc des prix du pétrole.

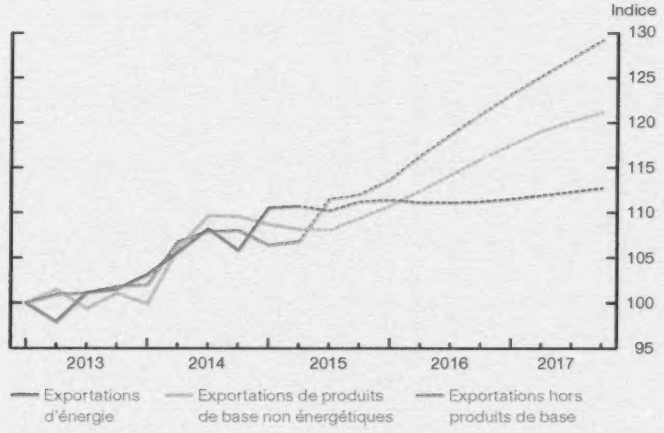
Les exportations regagnent en vigueur...

Les exportations de produits de base devraient progresser à un rythme modéré au cours de la période de projection (**Graphique 26**). Dans le secteur pétrolier, des réductions des dépenses en immobilisations freineront la production et les exportations futures. De la même manière, la faiblesse attendue des prix et les problèmes de compétitivité exerceront un effet modérateur sur l'activité dans le secteur minier et les secteurs connexes (particulièrement les produits intermédiaires en métal). À l'inverse, les exportations de bois d'œuvre devraient bénéficier d'une amélioration du marché du logement aux États-Unis, et les exportations agricoles devraient se redresser à la faveur d'une augmentation de la demande mondiale de produits alimentaires ainsi que d'un rebond de la production à la suite de la sécheresse de 2015.

Les exportations hors produits de base, qui ont regagné en vigueur ces derniers mois, devraient croître à un rythme soutenu, sous l'impulsion de la forte progression de la demande intérieure privée aux États-Unis et de la dépréciation du dollar canadien. La croissance des exportations est portée par les composantes sensibles aux mouvements du taux de change, environ les deux tiers desquelles sont sur un élan positif et affichent une tenue nettement supérieure à celle des composantes moins sensibles aux variations des cours de change (**Graphique 27**). Dans le secteur des services, les services de voyage ont été particulièrement robustes, tirant profit

Graphique 26 : Les exportations hors énergie devraient s'accélérer

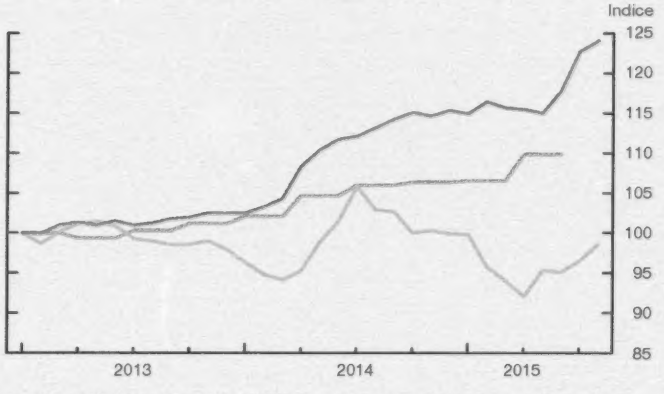
Base 100 de l'indice : 2013T1, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 27 : Les secteurs d'exportation sensibles aux variations du taux de change ont affiché un très fort dynamisme

Exportations de biens hors produits de base, moyenne mobile sur trois mois, base 100 de l'indice : janvier 2013, données mensuelles
Exportations de services de voyage, base 100 de l'indice : 2013T1, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

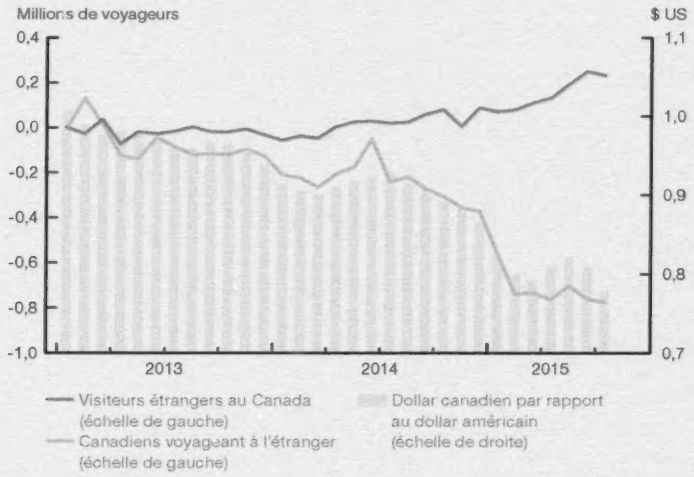
Dernières observations : août 2015 (exportations de biens hors produits de base) et 2015T2 (exportations de services de voyage)

de la dépréciation du dollar canadien. Le nombre de visiteurs étrangers s'est redressé au Canada, tandis que celui des Canadiens voyageant à l'étranger a passablement diminué (**Graphique 28**).

Les analyses de la Banque montrent qu'un grand nombre des catégories d'exportations qui étaient censées tirer la reprise ont poursuivi sur leur lancée. Plus précisément, les matériaux de construction, les produits métalliques usinés et les produits minéraux non métalliques ont enregistré

Graphique 28 : **Les mouvements de change influent sur les voyages en provenance et en direction de l'étranger**

Variations du nombre de voyageurs depuis janvier 2013, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : juillet 2015

une croissance robuste au cours des derniers mois. Ces industries devraient contribuer de manière appréciable à la tenue des exportations du Canada. Une analyse plus détaillée fait ressortir, parmi toutes les catégories, de nouvelles sources de croissance au chapitre des exportations (par exemple, les coffrages d'acier et certains produits alimentaires), qui sont passées de niveaux à peu près nuls en 2010 à plus de 500 millions de dollars au total en 2014. Bien que ces nouvelles ventes ne représentent qu'une faible partie de l'ensemble des exportations, elles montrent que de nombreuses entreprises canadiennes peuvent s'adapter aux conditions économiques changeantes[6].

Les projections de la Banque en matière d'exportations sont étayées par les résultats de la dernière enquête de l'institution sur les perspectives des entreprises. Pour de nombreuses sociétés, particulièrement dans le secteur manufacturier, le renforcement du profil d'évolution future de la croissance aux États-Unis s'est traduit par une amélioration des perspectives de vente. Certains exportateurs ont indiqué que la baisse du dollar canadien stimulait les marges bénéficiaires sur les ventes en dollars américains et exerçait une incidence positive sur les volumes d'exportation grâce à une amélioration de la compétitivité des prix.

... ce qui renforcera les investissements des entreprises au fil du temps

Les investissements des firmes devraient continuer d'exercer un effet modérateur sur le PIB réel au cours de la prochaine année environ. Conformément à ce qui était prévu en juillet, les investissements dans le secteur pétrolier et gazier devraient chuter de près de 40 % en 2015. Toutefois, de récentes évolutions ont mené les entreprises du secteur de l'énergie à abaisser de nouveau leurs attentes à court et à moyen terme concernant les prix du pétrole.

6 Pour en savoir plus, voir A. Binette, D. de Munnik et J. Melanson (2015), *An Update — Canadian Non-Energy Exports: Past Performance and Future Prospects*, document d'analyse n° 2015-10, Banque du Canada.

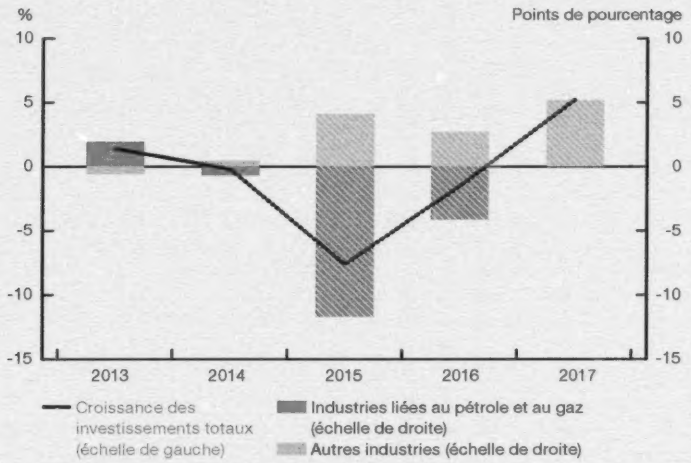
Afin de mieux positionner leur bilan et d'améliorer l'état de leurs flux de trésorerie au moment où les couvertures visant à contrer les baisses de prix arrivent à échéance et les conditions financières se resserrent, les sociétés pétrolières réduisent leurs coûts d'exploitation et leurs dépenses en immobilisations. On prévoit maintenant que ces dernières continueront de décliner jusque tard en 2016 (**Graphique 29**). En conséquence, la Banque a revu à la baisse ses prévisions relatives au profil d'investissement dans le secteur du pétrole et du gaz pour 2016 et 2017, un risque qu'elle avait déjà souligné en juillet. En moyenne annuelle, ces investissements devraient maintenant chuter d'environ 20 % en 2016 et demeurer à peu près stables en 2017.

À l'extérieur du secteur des ressources, les investissements devraient se raffermir graduellement, à la faveur de l'amélioration des perspectives d'exportation de certaines firmes. Selon l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée par la Banque cet automne, les indicateurs avancés de l'activité économique se sont inscrits en hausse, y compris les intentions d'investissement des sociétés. Les firmes qui s'attendent à une impulsion provenant de l'amélioration de l'économie américaine, dont de nombreuses entreprises manufacturières, sont généralement confrontées à des pressions accrues sur la capacité et envisagent d'investir et d'embaucher davantage que les autres. Dans ce contexte, un rebond graduel des investissements en machines et matériel ainsi que dans la construction non résidentielle est à prévoir, tandis que l'atonie des dépenses d'ingénierie du secteur des ressources devrait persister.

Bien que les conditions financières de certaines firmes — particulièrement celles liées au secteur de l'énergie — se soient resserrées, elles demeurent favorables aux dépenses d'investissement, même si la baisse du dollar canadien a fait grimper le coût des machines et du matériel importés. Parallèlement, la dépréciation du dollar qui a accompagné le repli des cours des produits de base a eu des effets contrastés sur les marges et les flux de trésorerie des entreprises. Pour de nombreux exportateurs, le déclin du taux de change a gonflé les marges et les flux de trésorerie exprimés en dollars

Graphique 29 : La chute des prix du pétrole entraîne une réduction marquée des investissements dans les industries liées au pétrole et au gaz

Contribution à la croissance des investissements totaux des entreprises, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

canadiens. À l'inverse, pour les entreprises intérieures dont les processus de production se caractérisent par une teneur en importations relativement plus élevée, le coût accru en dollars canadiens des importations comprime potentiellement les marges et les flux de trésorerie.

Les dépenses des ménages continuent de soutenir l'activité économique dans son ensemble

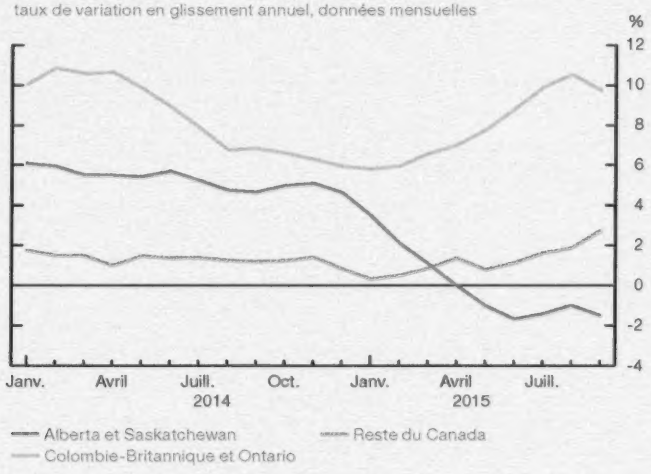
Les dépenses des ménages devraient continuer de progresser à un rythme modéré durant la période de projection. Même si la nouvelle détérioration des termes de l'échange et des perspectives connexes en matière de revenus et de richesse exercera un effet modérateur, la résilience du marché du travail contribuera à la croissance de la demande. La baisse du taux de change entraînera un déplacement de la consommation intérieure, notamment les dépenses de voyage, vers les biens et services produits au pays.

L'activité sur le marché du logement des différentes régions, sur le plan des ventes, des mises en chantier et de la progression des prix, continue de se déployer dans trois directions : les marchés de la Colombie-Britannique et de l'Ontario ont maintenu leur vigueur, l'Alberta et la Saskatchewan montrent une faiblesse accrue, et l'activité demeure basse dans le reste du Canada (**Graphique 30**).

La baisse des taux d'intérêt hypothécaires contribue à la forte croissance du crédit hypothécaire, particulièrement en Colombie-Britannique et en Ontario. La diminution des taux d'emprunt des ménages stimule également d'autres formes de dépenses et la croissance d'autres crédits à la consommation. Par conséquent, le ratio total de la dette au revenu disponible s'est légèrement accru[7]. Le marché de l'habitation et l'endettement des ménages devraient se stabiliser durant la période de projection, l'économie gagnant en vigueur et les taux d'emprunt des ménages commençant à se normaliser.

Graphique 30 : **Les marchés de l'habitation suivent différentes tendances selon les régions**

Prix des maisons du Service inter-agences, moyenne mobile sur six mois, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2015

7 La vulnérabilité financière associée à l'augmentation de la dette des ménages sera examinée plus en détail dans la livraison de décembre 2015 de la *Revue du système financier*.

L'inflation devrait se maintenir à 2 % de façon durable à partir de la mi-2017 environ

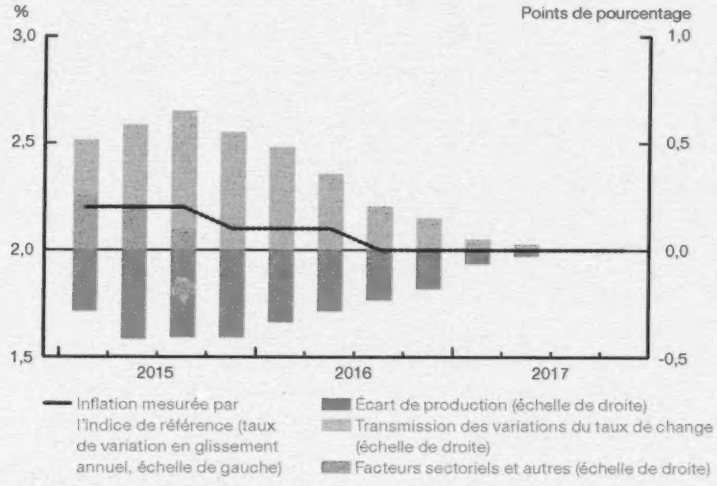
L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection, les pressions à la hausse exercées par la transmission des variations du taux de change compensant pour l'essentiel les pressions à la baisse issues de l'offre excédentaire (**Graphique 31**). En supposant que le cours du dollar canadien s'établira à 76 cents américains, la Banque estime que les effets de la transmission des variations du taux de change sur l'inflation culmineront entre 0,5 et 0,7 point de pourcentage au second semestre de 2015, avant de s'estomper graduellement d'ici la fin de 2016. Étant donné l'importance de la transmission des variations du taux de change, les prévisions relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence peuvent varier grandement en fonction des diverses hypothèses concernant le dollar canadien (**Graphique 32**).

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait rester au-dessous de 2 % jusqu'au début de 2017 (**Graphique 33**), en raison de la faible hausse des prix de l'essence en glissement annuel. Le profil de l'inflation mesurée par l'IPC global est légèrement plus faible pour 2016 que ce qui était prévu en juillet, du fait des cours postulés du pétrole brut moins élevés. Le retour graduel projeté à une relation plus normale entre les prix de l'essence et les cours du brut exerce également des pressions à la baisse sur les prix à la pompe et l'inflation mesurée par l'IPC global jusque tard en 2016.

Une grande incertitude entoure le profil de l'inflation mesurée par l'IPC global : les cours pétroliers sont très volatils, et la relation historique entre les prix de l'essence et les cours du brut pourrait ne pas s'imposer aussi rapidement qu'on ne le suppose dans le scénario de référence. Ainsi, l'hypothèse d'une hausse de 10 % des cours du pétrole dans le scénario de référence se traduirait par une projection de l'inflation mesurée par l'IPC global plus élevée d'environ 0,3 point de pourcentage sur l'année à

Graphique 31 : L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer près de 2 %

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %

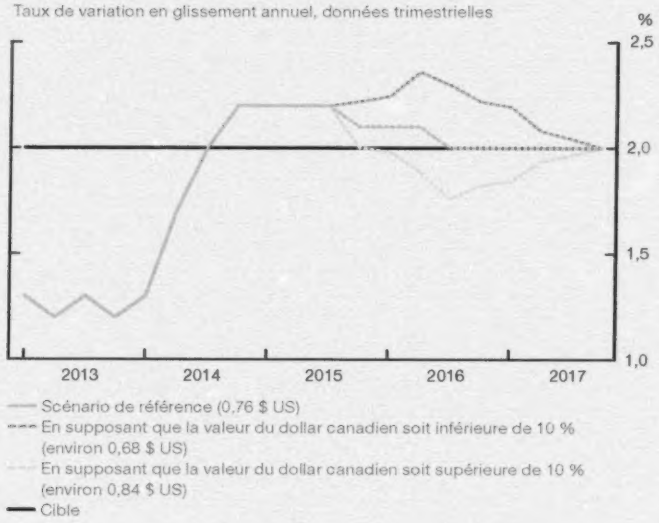


Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

venir. Si les prix de l'essence devaient demeurer hauts par rapport aux cours pétroliers, l'inflation mesurée par l'IPC global se situerait également au-dessus du niveau postulé dans le scénario de référence. Pour illustrer l'interaction entre ces sources d'incertitude, un autre scénario est examiné au **Graphique 34** : on suppose que les cours du pétrole seront plus élevés de 10 % et que les marges resteront à leur niveau actuel jusqu'à la fin de la période de projection. Selon ces hypothèses, l'inflation mesurée par l'IPC global reste près de 2 % tout au long de la période projetée.

Graphique 32 : Scénarios d'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence

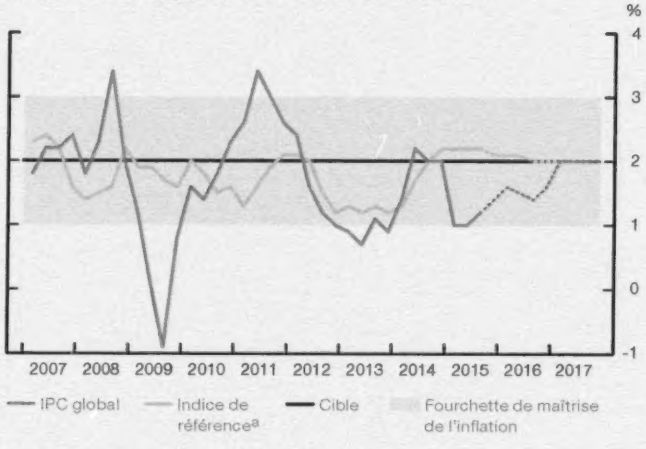
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 33 : L'inflation devrait se maintenir à 2 % de façon durable à peu près à partir du milieu de 2017

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

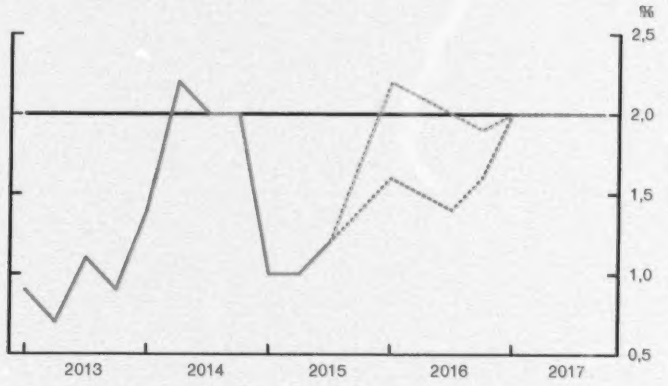
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Une fois que l'économie atteindra son plein potentiel vers la mi-2017 et s'y stabilisera, l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence demeurera à 2 % de façon durable. Les attentes d'inflation à moyen terme restent bien ancrées à 2 %. Les compilations de Consensus Economics publiées en octobre font état pour 2016 d'un taux d'augmentation de l'IPC global de 2,0 %, soit essentiellement le même qu'en juillet (2,1 %). Selon les réponses à une question semestrielle sur les prévisions à long terme intégrée à l'enquête d'octobre, les prévisions d'inflation se situent à 2,0 % en moyenne jusqu'à la fin de 2025, signe que les attentes d'inflation à long terme sont bien ancrées. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet automne par la Banque montrent qu'une vaste majorité de firmes s'attendent à ce que l'inflation mesurée par l'IPC se maintiendra, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par l'institution. Un grand nombre de répondants qui s'attendent à ce que l'inflation se situe dans la moitié inférieure de cette fourchette citent comme principaux facteurs le manque de vigueur de la demande intérieure et la baisse des prix du pétrole.

En se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime qu'un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global est de ± 0,3 point de pourcentage. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. Les graphiques en éventail, qui sont obtenus au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque, offrent à cet égard une perspective complémentaire (**Graphique 35** et **Graphique 36**)[8].

Graphique 34 : Autre scénario d'évolution de l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel



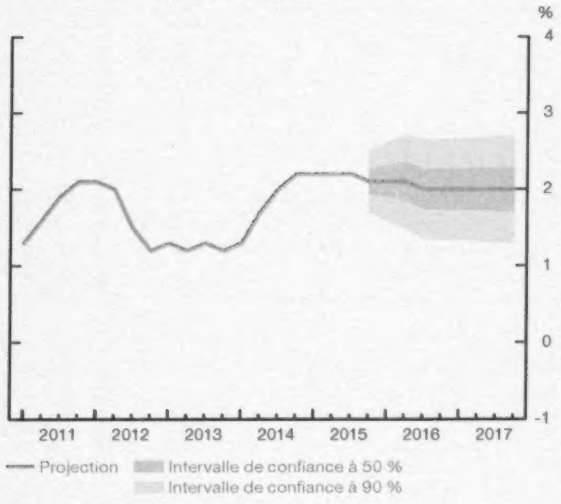
— Scénario de référence : Les marges sur le prix de l'essence reviennent à un niveau moyen au premier trimestre de 2016, et les prix du pétrole demeurent près de leurs récents niveaux.
- - - Autre scénario : Les marges sur le prix de l'essence continuent d'avoisiner leurs niveaux actuels, et les prix du pétrole augmentent de 10 % au quatrième trimestre de 2015.
— Cible

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

8 Ces graphiques reflètent les erreurs qui entachent les projections pour la période allant jusqu'à huit trimestres à compter du trimestre en cours. Ces erreurs sont fondées sur les projections d'inflation des livraisons précédentes du *Rapport sur la politique monétaire* et de ses mises à jour, et sont calculées à partir des données trimestrielles de la période allant du premier trimestre de 2003 au deuxième trimestre de 2015.

Graphique 35 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

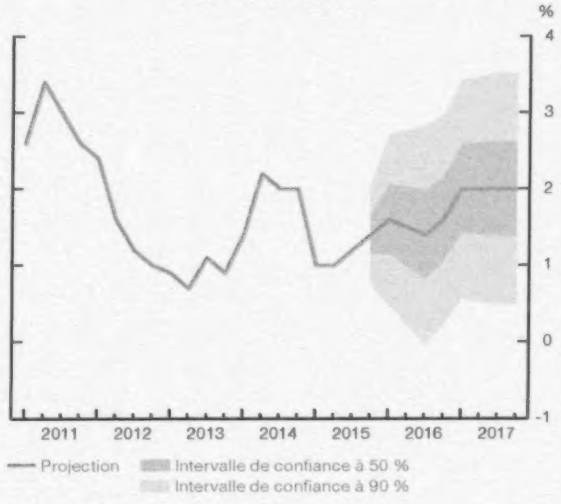
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 36 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives d'inflation. La Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

1) Exportations et investissements plus faibles au Canada

Après avoir connu une période d'atonie plus tôt cette année, les exportations hors produits de base ont repris de la vigueur sous l'impulsion du raffermissement de l'expansion économique américaine et de la dépréciation passée du dollar canadien. Même si la Banque est prudente dans sa projection concernant les exportations, il existe un risque que celles-ci se révèlent inférieures aux attentes compte tenu des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité. Par exemple, il est possible que la compétitivité des firmes canadiennes sur le marché des États-Unis ne progresse pas sensiblement par rapport à celle d'exportateurs d'autres pays dont la monnaie a également reculé par rapport au dollar américain. Il se pourrait aussi que les entreprises réagissent à la hausse de la demande étrangère en accroissant leurs capacités de production extraterritoriales plutôt qu'en exportant à partir du Canada. Des exportations plus faibles auraient des implications négatives pour les investissements des entreprises, étant donné que ces dernières s'abstiendraient d'augmenter leurs capacités de production au pays.

Dans le secteur pétrolier et gazier, l'adaptation des entreprises à un contexte caractérisé par la faiblesse des prix demeure entachée d'une incertitude considérable. Si les anticipations à l'égard des prix se maintiennent à un bas niveau ou diminuent davantage, les entreprises pourraient une fois de plus revoir à la baisse leurs projets de dépenses.

2) Déséquilibres dans le secteur canadien des ménages

L'activité dans le secteur du logement demeure robuste, en particulier dans les régions du Grand Toronto et de Vancouver. Des indicateurs récents, notamment les reventes, les mises en chantier et les prix, semblent indiquer un dynamisme soutenu. En outre, la consommation a été résiliente, malgré le choc de revenu causé par les prix des produits de base plus faibles. La vigueur persistante des dépenses des ménages stimulerait l'activité économique à court terme, mais, par ailleurs, exacerberait davantage les déséquilibres existants dans le secteur des ménages, augmentant ainsi la probabilité et la gravité potentielle d'une correction à plus long terme. Les vulnérabilités observées dans le secteur des ménages continuent peu à peu de s'intensifier. Bien que

le scénario le plus probable soit celui d'une résorption graduelle de ces déséquilibres à mesure que la conjoncture économique s'améliorera, une correction désordonnée, provoquée par exemple par un nouvel affaiblissement dans le secteur des ressources ou par une hausse rapide des taux d'intérêt dans le monde, pourrait avoir des répercussions négatives considérables sur l'économie.

3) Prix des produits de base non énergétiques plus élevés

Il est possible que les marchés aient surréagi à la croissance ralentie affichée par la Chine, voyant dans les données récentes le signe d'une activité et d'une demande de produits de base nettement plus faibles. Dans ce contexte, il existe un risque que les marchés modifient considérablement ces attentes à la lumière de nouvelles données, ce qui donnerait lieu à un ajustement à la hausse des prix des produits de base non énergétiques et des termes de l'échange du Canada.

4) Demande privée plus vigoureuse aux États-Unis

La forte reprise de la demande intérieure privée aux États-Unis pourrait engendrer une hausse plus prononcée que prévu des investissements des entreprises à la faveur d'une confiance accrue de ces dernières dans les perspectives économiques. La confiance des consommateurs pourrait elle aussi se raffermir davantage sous l'effet des améliorations des perspectives concernant l'emploi et les revenus, ce qui entraînerait une plus vive accélération des dépenses des ménages. L'augmentation subséquente de la demande privée pourrait avoir des retombées positives sur la croissance dans le reste du monde : elle rehausserait en général la confiance à l'échelle du globe et stimulerait la demande d'exportations canadiennes.

5) Tensions sur les marchés financiers des économies émergentes

Les conditions financières se sont resserrées dans les économies émergentes et la volatilité a augmenté depuis juillet, les marchés ayant réévalué les perspectives de croissance de ces économies. Les conditions financières pourraient se détériorer davantage dans l'éventualité, par exemple, d'une réaction démesurée des marchés à la normalisation attendue de la politique monétaire aux États-Unis ou encore de tensions financières plus marquées en Chine. Les perturbations qui s'ensuivraient sur les marchés financiers pourraient mettre en évidence les risques associés aux emprunts dans les économies émergentes qui ont émis d'importants montants d'obligations souveraines et d'obligations de sociétés libellées en dollars américains, ce qui donnerait lieu à un nouveau durcissement des conditions financières et à une volatilité accrue.